

後知恵ためらい投資  
- 日本の電機産業 なぜ基礎体力が衰えたのか -

田中 一弘(一橋大学大学院商学研究科)

May 2005

2005-1

## 後知恵ためらい投資

—日本の電機産業 なぜ基礎体力が衰えたのか—

### 第1節 電機産業の「基礎体力」の衰え

電機産業は、自動車産業とともに、戦後日本の（組立加工型）産業で中心的な役割を果たしてきた。しかし1990年代前半以降の不況のなかで長期的な停滞を余儀なくされ、とりわけITバブルが崩壊した2001年には主要各社が軒並み大幅な最終赤字に陥った。そうした中で、昨今、いわゆる「デジタル家電」を牽引役として業績回復に向けた明るい兆しが見えてきたのは喜ぶべきことだが、じつは電機業界の業績の長期的トレンドをみると、手放しに喜ぶことにためらいを感じないわけではない。

図1は主要電機メーカー9社合計でみた1970年以降直近までの売上高と営業利益の推移を示している。9社とは、日立製作所、東芝、三菱電機、富士通、日本電気、ソニー、松下電器産業、シャープ、三洋電機である。売上高と営業利益は、単独ベースによるもので、GDPデフレーターで実質化してある。本稿では以下特に断りのないかぎり、企業業績はすべてこの実質化した数値を使っている。なお本稿で用いる企業業績のデータの出所は、すべて日経NEEDSである。

このグラフの横軸を「〇〇年3月期」と表記しているが、これは正確に言えば、たとえば1970年3月期と表記されている年は、「1970年1月から12月に期末を迎えた決算期」を指している。3月以外を決算期末にしている企業もあるが、それを踏まえて単に「1970年」と表記すると年代の把握に混乱が生じる。そこでわかりやすくするために、グラフとそれに合わせて本文の文章も、一律「〇〇年3月期」と表記することにする。

また決算月の変更に伴い、ソニーと松下の1987年、三洋の1996年が変則決算となっており、これらの年についてはそれぞれ12カ月ベースに修正した数値を使っている。

図1から、電機産業の業績トレンドについて、プラザ合意（1985年9月）による円高後の1986年頃を境として2つの特徴が現れてきているのがみてとれる。

第一に、「不安定化」である。これは売上高にも営業利益にもあらわれている。売上高の規模は1970年から1985年までの15年間で2.2倍、1986年から2001年までの同じく15年間では1.6倍で、売上高の成長が緩やかになった。しかしそれ以上に目を引かれるのは、売上高が全体として上昇トレンドをたどりながらも、比較的波長の短いうねりを見せるようになったことである。最近15年間に3つの山ができています。売上高が不安定化したのである。

これを受けて営業利益はより激しく変動するようになっている。80年代半ば以降、「つ

るべ落とし」のような利益急減が4回もみられる。この種の激しい変化はそれ以前には見ることができない。

営業利益の推移は、電機業界の業績トレンドの第二の特徴も示している。それは「下降傾向」である。営業利益の変動の波は、上値が重く、下値は軟調で井戸の底が深くなっているようにみえる（ただし、2002年3月期決算の大赤字は例外的な悪さと考えた方がよいだろう）。

上値の重さについては、ここに示された実質ベースの営業利益で言えば、IT景気にわいた2001年3月期でさえ、1980年代前半の水準に達していないのである。

下値の軟調さについては、売上高の波の底も深くなる傾向にあるなら、それもある意味では肯ける。しかし実際にはそうではない。売上高の低下以上に営業利益が低下する度合いが、次第に強まっているのである。営業利益の売上高弾力性（売上高が1%低下したときに、営業利益が何%低下するか）を、営業利益の波の底となった年についてとってみると、1987年3月期20.2、93年3月期10.9、99年3月期20.2、2002年3月期14.1である。1987年3月期はプラザ合意後の円高によるいわば不連続な地殻変動期だったことからこれを別にすれば、90年代にはいって営業利益が売上高減少に反応する敏感さは高まっていると言えるだろう。1999年3月期はプラザ合意円高時と同じだけの反応を示した。2002年3月期は、弾性値が99年ほど高くないとはいえ、何と云っても「営業損益」の段階ですでに赤字に転落しているのである。

企業の基本的な収益力を反映している営業利益の長期的なトレンドを以上のように概観すると、主要電機メーカーは、ことに1990年代に入ってから、「収益を上げるための基礎体力」が衰えていると言えそうである。つまり「体調が安定せず（不安定化）」、「健康なときの勢いがかつてほど旺盛でなく、病気に罹ると重くなる（下降傾向）」というのが最近の特徴と言える。言い換えれば、ここで言う基礎体力の衰えとは、業績の「下降的不安定化」に他ならない。

もっとも、ここまでの議論は主要9社の合計ベースの話であり、個別企業のレベルでは全ての企業がこの通りの動きを示すとは限らない。図2は、各社の1970年の実質売上高、実質営業利益を100として、9社それぞれの長期業績トレンドを示したグラフである。シャープは「不安定化」こそみられるものの、営業利益が描き出す波は近年むしろ上昇傾向にある。しかし同社を除いた残りの8社については、多かれ少なかれ「基礎体力の衰え」の傾向が見られる。とりわけ日立製作所に顕著である。

電機産業のこうした傾向は、売上高営業利益率の推移をみるとより鮮明になる（図3）。電機9社の営業利益率はこの30年あまりの間に明らかにダウントrendを描いている。同じグラフに自動車産業（トヨタ自動車、日産自動車、ホンダ、マツダの4社合計）の

営業利益率もいれてあるが、1990 年を中心とした前後数年は似たような動きを示しているものの、長い目でみると電機とは異なったトレンドである。とくに 1990 年代後半からは、電機が下降傾向であるのに対して、自動車は上昇傾向にある。それまでの間しばらく似た動きを示していた両者が袂を分かť分岐点になったのは、いまから振り返ると、1997 年 3 月期だったことがわかる。いずれにせよ「基礎体力の衰え」は電機産業に固有（自動車産業のみとの比較ではあるが）の症状と言える。

では、電機産業の基礎体力はなぜ衰えたのか。これが本稿のセントラル・クエスチョンである。

三品〔2003〕は、すでに電機産業におけるこの種の「衰退」傾向を指摘している。そして当該論文の中でその原因を考察し、①グローバリゼーション、②デジタルゼーション、③ディレギュレーション、④チャネル・コンソリデーションという近年の 4 つの大きな環境変化（それぞれの詳細については割愛）に対する適切な対応を電機メーカーがとってこなかったことが理由だと述べている。これらの環境変化に適切に対処するためには、これまで最適と考えられてきた戦法（「理想に近い部材を社内で調達し、それを量産工程でセット商品にくみ上げ、大量販売ルートに載せる一方で、きめ細かい改良を施して機能向上を図った新型モデルを定期的に市場に投入していく」という戦法）を変える必要がある。しかしこの戦法は「社内分業の構造から仕事のプロセス、そして個人が蓄積する技能に及ぶ総体の最適化に支えられている」。それゆえ、これを変更することは組織の根幹を揺るがすことになるため、変更が難しい。変更しないことから生じる「戦法の陳腐化」が、電機産業の苦境の原因だ。これが三品〔2003〕の主張である。

この主張の可否を議論するのがここでの目的ではない。本稿では別の、たった一つの観点からこの問題の原因をさぐっていきたい。その観点とは「設備投資動向」である。

電機メーカーの設備投資動向のある種の変化が、1990 年代以降の「基礎体力の衰え」と何らかの関係があるのではないか。この間の仮説的なストーリーを描いてみるのが、本稿の中心的な課題となる。「基礎体力の衰え」とは、営業利益（ないしは売上高営業利益率）の下降的不安定化である。その際、設備投資動向→基礎体力の衰え、という一方向の因果関係のみでとらえるわけではない。設備投資と基礎体力の衰えは「ニワトリと卵」のようなもので、一方が他方の原因という側面もあれば、その逆の側面もあると考えられる。以下の議論では、この点をしっかりと反映させていくつもりである。

なお、さきほど売上高の不安定化についても指摘したが、これについてはさしあたり所与とする。つまり売上高は、マクロ景気など何らかの外生的要因によって不安定化するようになったとしておく。もちろん実際には企業自身の行動の帰結でもあるが、議論をシンプルに進めるためにそのように仮定する。

本稿の構成は次の通りである。まず第2節では1980年代のバブル期を境にした日本の電機産業の設備投資動向の変化を概観する。そこから「背伸び投資」と「後知恵ためらい投資」という2つの特徴が浮き彫りになる。第3節では、この2つの特徴を概念ツールとして使いながら、1980年代後半以降の「基礎体力衰退」のメカニズムを解明する。第4節では、こうした投資姿勢を促した要因が何かということについて、「為替レートの変動」に着目して議論する。

## 第2節 1980年代後半からの設備投資動向の変化

1980年代半ばの円高期を境に、電機メーカーの設備投資動向にいくつかの注目される変化が生じた。図4は電機9社ベースでの設備投資額の推移を、営業利益の推移とともに示したものである（どちらも実質額）。ここでは1985年9月のプラザ合意による円高の開始を最初に反映している1986年3月期を境目として、1970年から1985年までを「前半期」、1986年以降を「後半期」と呼ぶことにする。

### （1）設備投資額の水準：「背伸び投資」

この（1）では設備投資額それ自体に関して検討する。図4から2つの変化がみてとれる。一つは、前半期に比較的安定して増加してきたのが、後半期に入ってから大きなジグザグを描くようになった点で、設備投資の動向は営業利益の動向に類似しているということである。営業利益の変動を説明するために設備投資に着目する理由のひとつは、両者がこのように似通った動きを示すことにある。両者の動きの相互的な関係については、後でさらに検討を加える。

投資額の水準に関するもう一つの変化は、前半期には常に各年の設備投資がその年の営業利益の範囲内に収まっていたのが、後半期になると逆に常に前者が後者を上回る水準で推移していることである（前半期の最後にあたる1985年3月期には、奇しくも両者の額が殆ど一致している（実質営業利益1兆1540億円、実質設備投資1兆1450億円））。これは営業利益の平均的な水準が低くなったことにもよるが、それ以上に設備投資の平均的な水準が前半期よりも高くなっていることの結果と言える<sup>1</sup>。

本業のための投資である「設備投資」が、本業の儲けである「営業利益」の範囲内に収まらなくなった。つまり投資が身の丈以上に行われるようになったのである。このよ

---

<sup>1</sup> ただしこの絶対額（といってもここでは実質ベースだが）が電機産業として本当に必要とされるだけのレベルに達していたかどうかは、後でも述べるとおり、別問題である。あくまで、前半期との比較での話である。

うな「背伸び投資」は、一面でやむを得ないところがあるだろう。言うまでもなく、営業利益が何らかの要因で低迷を余儀なくされているからといって、営業利益だけに見合った投資をしていたのでは、競争力や収益性を維持するだけの投資水準を確保できなくなる恐れがあるからである。

そう考えたときに、後半期の「背伸び投資」の金額水準がどれほど妥当だったかをいまここで明確に結論づけるのは難しい。妥当性の判断はともかくとして、このグラフだけを見る限り、2つのことが言えそうである。一つは、全体として営業利益が伸び悩んでいる（前半期の実質最高益を超えたのは1990年3月期のみ）にも拘わらず、（その割には）それなりの投資水準を維持している（売上高設備投資比率も前半期に比べて遜色はない。ただし、下降トレンド）。もう一つは、しかしその水準が常に営業利益のそれを上回るように「背伸び」していたために、償却負担などを通じて、営業利益にかなりの下押し圧力が加かったと考えられる。

## （2）設備投資と営業利益の関係：「後知恵ためらい投資」

先述のように毎年の設備投資水準の決定で考慮される要因は多様だが、それらの要因に自社の売上高、利益といった業績の実績やその見込みが含まれることは間違いない。そこで、かなりの単純化になることは承知の上で、いま設備投資の水準が自社の経営状況（売上高と営業利益の水準）によってのみ決められると仮定する。以下ではそれらの間にどのような関係があり、それが前半期と後半期でいかに変化したのかをみてみよう。結論を先に述べると、後半期の設備投資は、「後知恵投資」と「ためらい投資」という2つの特徴を帯びるようになる。

電機9社ベースで、売上高ないしは営業利益と設備投資との間の相関係数をまとめたのが表1である。ある年の設備投資額と、その年の売上高（営業利益）との相関のみならず、その前年の売上高（営業利益）との相関も示されている。また、1971年から2001年までの30年間通期に加えて、前半期と後半期に分けた場合の相関係数を、それぞれ2行目、3行目に載せている。以下では順に売上高と営業利益についてみていくが、結果的には営業利益のみに着目することとなる。

まず売上高の相関係数について。前半期には前年、当年ともに0.96で極めて高い値になっている。ただ、この時期は売上高も設備投資額もごく大雑把に言って単調増加の傾向にあったことから、この高い数値はある意味で「当たり前」と言った方がいいのかもしれない。さらに売上高の波ができた後半期に入って、前年売上高が0.24、当年売上高が0.38とともに「やや相関がある」という程度に係数が大きく落ち込んでいることも考え合わせて、さしあたり売上高との関係にはこれ以上立ち入らないことに

しよう。

一方、営業利益の相関係数はどうだろうか。こちらは前半期のみならず後半期も強い相関を示している。前半期については当年営業利益が 0.91 である一方、前年営業利益も 0.77 で高い値である。後半期になると、興味深いことに前年と当年の大小関係が逆転する。前年営業利益が 0.74、当年営業利益が 0.63 である。単に逆転したというだけではなく、①（程度の差とは言え）「強い相関」の目安となる相関係数 0.7 を前年営業利益のみが上回っている、②売上高においては後半期にこのような逆転は起きていない。その上さらに、この表で 1971 年から 2001 年の通期で設備投資との間の相関係数をみると、売上高（前年、当年）の方は 0.9 前後と高いのに、営業利益（前年、当年）は 0.2 前後であり、前半期・後半期それぞれの相関係数に比べても明らかに低い。このことは、設備投資と営業利益との間の相関の具合に関して、前半期と後半期の間に何らかの断絶があったことを物語っていると言えよう。

つぎに、営業利益が設備投資の水準に影響を与えるというここでの仮定の下、営業利益を説明変数、設備投資額を被説明変数として回帰分析を行った結果が表 2 に示されている。相関係数の分析（表 1）と同様に、当年のみならず前年の営業利益をも変数としてとりあげ、かつ前半期と後半期をわけて分析を行った。

回帰係数を前半期と後半期で比べると、後半期には目立って低下していることがわかる。営業利益の増加（減少）に対して、設備投資がより鈍感に増加（減少）するようになった。単に鈍感になったというのではない。回帰係数の値は、前半期には 1 を超えていたのが、後半期にはその半分にも満たなくなっている。つまりかつては各年において、前年またはその年の営業増（減）益分にちょうど吻合するだけの設備投資増（減）があったのが、そうではなくなったのである。

以上の議論から、設備投資と営業利益の関係について、営業利益が設備投資水準に影響を与えるという仮定の下、前半期と比べた後半期の特徴として 2 つを指摘できる。

まず第一は「後知恵投資」とでもいうべき傾向である。表 1 でみたように、後半期になると各年の設備投資は当年の営業利益よりはむしろ前年の営業利益の水準とより強い相関関係をもつようになった。前年の営業利益という過去の結果をみて（＝後知恵で）、今年の投資額を判断するという色合いが強くなっている可能性が高いのである。これに対して、当年営業利益の影響をより強く受けていた前半期は、過去よりもむしろ現在と、そして近い将来に対する見通しにも立脚した投資判断をしていた。なぜ「現在のみならず近い将来も」かと言えば、設備投資の水準はその**期中**に判断がなされるはずのものである一方、営業利益は**期末**に確定する。ということは、「当年の営業利益をみて当年の投資を判断する」というからには、今期末という「近い将来」をも見据えていなければ

ならないはずだからである。もちろん、投資の決定に際して業績の先行き見通しを勘案するのは、いつの時代でも当たり前のことである。後半期にそれが行われなくなったとは決して言えない。しかしそれでもなお、この時期には後ろ髪を引かれるように、過去の業績により強い影響を受けているように見受けられる。

第二の特徴は「ためらい投資」という傾向である。再び表 2 の A 列で前年利益と設備投資の関係をみてみると、回帰係数は前半期の 1.09 から後半期には 0.49 へと大きく下げている。前年営業利益の増減に対する、当年設備投資の増減の感応度が鈍くなっている（＝投資の増減にためらいがでている）のである。

結局のところ、後半期の設備投資は「後ろを振り返りながらほどほどに」増減させる「後知恵ためらい投資」ということになる。

しかしこのように言うと、「1980 年代のバブル期はどうだったのか。あの時期の投資が“ほどほど”にとどまっていたと言えるのか？」という疑問が出てくるかも知れない。

“ほどほど”とは言えない面があることはたしかである。売上高設備投資比率（前出図 4 参照）は 89 年 3 月期～91 年 3 月期に 3 年連続で 6%を超える高水準を維持している。前半期で 6%を超えたのは、1970 年 3 月期と半導体投資にわいた 1985 年 3 月期だけである。

とは言え、営業利益の変化との関係で見ると、やはり“ほどほど”と言えるのではない。バブル期における設備投資の底（1988 年 3 月期）から最高潮（1991 年 3 月期）までの期間でみると、**前年**営業利益額（後半期には前年営業利益に左右されると前述した）は 3.90 倍になっている一方で、当年設備投資額は 1.75 倍にとどまっている。そのちょうど 10 年前の 1978 年 3 月期から 1981 年 3 月期の上昇局面では、設備投資額は 1.87 倍、当年営業利益額（こちらの期間は前半期にあたることに注意）は 1.67 倍で、両者の釣り合いはほぼとれている。

もし、バブル期に営業利益が急激に増えた結果として、営業利益がかつてないほどの水準に達したのなら、設備投資が営業利益につられる度合いが低くなる（つまり以前に比べて“ほどほど”の範囲に押さえておく）ということもあるいはあり得るかもしれない。しかし前出図 1 からわかるように、少なくとも電機 9 社合計の実質ベースでみる限り、バブル期の営業利益の水準は 1980 年代前半のそれと大差ない。営業利益のピークだけをみても、1990 年 3 月期に記録したバブル期最高益（9 社計で 1 兆 1590 億円）はその前のピークとなった 1985 年 3 月期（同 1 兆 1540 億円）とほとんど同じである。さらに個別企業をみれば（前出図 2 を参照）、①実質営業利益のピークがバブル期より前に来ている企業が 4 社（日立、日本電気、松下、三洋）あり、②バブル期のピークがそれ以前のピークと大差ない企業が 2 社（富士通とソニー）ある。営業利益は名目ベースでは



各社とも最高益を更新していたにしても、実質ベースではせいぜい 1980 年代前半並みにすぎなかった。

ではバブル期の設備投資増も、それ以前と同じように、自社の増益に敏感に（言い換えれば“ほどほど”にとどまらず）ついていくべきだったのか。答えはノーだろう。そんなことをしていたら、バブル崩壊の傷はもっと深かったはずである。また、前節で述べたように、すでに 1986 年 3 月期時点で設備投資の絶対額は営業利益を逆転して上回っており、以後、そうした「背伸び投資」という「逆転現象」は今日に至るまで一度も解消されていないことにも注意すべきだろう。“ほどほど”はバブル期の最中にはそれほど悪いことではなかった。

ただし後半期からみられるようになった「後知恵ためらい投資」という投資パターンそれ自体は、この 20 年弱の間にジワジワと電機メーカーの基礎体力を衰えさせていったと思われる。この節ではもっぱら営業利益→設備投資という因果関係を論じてきたが、ダイナミックにみれば両者の間には設備投資⇄営業利益という相互作用があるはずである。この相互作用のメカニズムを解明することによって、「電機産業の基礎体力はなぜ衰えたのか」という本稿の課題に対する仮説的な答えを提示するのが、次の節の目的である。

### 第 3 節 基礎体力衰退のメカニズム

電機メーカーの基礎体力低下のメカニズムを説明する対象となる期間は、本稿でいうところの「後半期」、つまり 1986 年以降現在に至るまでである。

前節の議論をうけて、この節でも設備投資はもっぱら前期営業利益によってその水準が左右されるという前提をおくことにする。単純化が過ぎるであろうが、このような極めてシンプルなモデルを想定することによって、設備投資と収益性の連鎖の（仮説的）メカニズムを見えやすくしたいのである。

説明に使う概念ツールは「背伸び投資」と「後知恵ためらい投資」の 2 つである。我々が説明すべき全体像は、営業利益の「下降型不安定化」であるが、この 2 つのツールは、もっぱら利益の下押しを説明するために使われる。つまり「下降」トレンドと、「不安定化（up-down）」のジグザグのうち下に向かう down の部分とを説明することに向けられる。不安定化のうち上に向かう up の部分は、他の外生的な要因によって生じたものと前提しておく。つまり不安定化については、2 つのツールで down は説明するが、up

は説明しない<sup>2</sup>。

一般に設備投資と利益の関係は「ニワトリが先か、卵が先か」という感があるが、我々のここでの問題に限って言えば、衰退メカニズムの出発点は前半期最後の時点（1985年3月期）での設備投資水準の（過度の）高さとそれにつづく後半期最初の時点（1986年3月期）における円高ショックによる営業利益の（過度の）落ち込みであったと考えられる。これを出発点にして、「背伸び投資」と「後知恵ためらい投資」という投資パターンが展開されていく中で、利益と投資の負の循環に陥っていたのではないか。後述べるように、1990年代後半には「後知恵」と「ためらい」に加えて「臆病」という要素まで設備投資のパターンに加わってくる。

以下では前出図4を参照しながら話を進めていく。まず1980年代前半の設備投資は84年3月期と85年3月期に急激な伸びをみせる。それを牽引したのは、半導体、とくに256K-DRAMへの一大投資である。85年3月期には売上高設備投資比率は6%超えという当時あっては未曾有の高水準を記録した。そこへ翌年の半導体メモリ不況と、そしてプラザ合意による円高不況が襲ったのである。それを受けた1986年3月期の減益はこれまた戦後にあっては未曾有の激しさであった。第1次オイルショックの直撃をうけた1975年3月期に実質営業利益は前期比▲37.3%であったが、86年3月期のそれは▲52.0%、翌87年3月期も▲46.4%である。

しかし86年ごろの大幅減益の時期でも、設備投資の縮小は小幅だった。1975年3月期の設備投資は前期比▲34.0%、それに対して86年3月期、87年3月期はそれぞれ▲11.2%、▲12.6%である。営業減益にみあう投資減を「ためらった」のは、一つには「不況期に先行投資する者が勝つ」という半導体事業の鉄則に企業が多かれ少なかれ従ったことにもよる。

その後電機産業の業況は急回復し、世はバブル経済へと突入していくわけだが、「後知恵投資」の傾向はこのころから出てきたのであろう。営業利益は1987年3月期まで2期連続減少するが、1988年3月期には一転して前期比+89.0%の急回復を見せる。しかし同じ期の設備投資は3期連続の減少となった。設備投資回復の動きが遅れた原因には半導体市況等々の要因があり、本来はそれらを広く勘案すべきだが、ここでもあくまで上記の前提に固執して営業利益からのみ説明するならば、それに先立つ2期連続の営業減益が、当事者たちに何らかの心理的影響を与えたのかもしれない。何と云っても、2期連続営業減益というのは、高度成長期以後では初めての経験だったからである。

ここからズレ（後知恵投資）がはじまった。つまり当期設備投資の水準に前期営業利

---

<sup>2</sup> up に対する説明力がないという意味では必ずしもなく、ストーリーをわかりやすくするためにそうする。

益が強く影響するようになった。そのズレは業況がピークを超えたときにも続いていた。1991 年 3 月期は営業減益の年だったが、まさにこの年に設備投資は過去最高を記録している。オイルショックの時には営業減益に歩調を合わせて設備投資も抑制されたのとは対照的である。

半導体各社が 4M-DRAM への「先行投資」を猛烈に行ったのもこの 1991 年 3 月期である。シリコンサイクルの見通しからすれば確かに「先行」だったが、他方で前期の好業績を受けた「遅行」（後知恵）投資という側面はなかったか。実際には、シリコンサイクル「先行」の読みは外れ、1991 年（暦年）に 4M-DRAM は供給能力過剰で相場が暴落する。そしてこれが日本の半導体産業が衰退していく直接の引き金になったことは、伊丹+伊丹研究室『なぜ「三つの逆転」は起こったか』の「6 章 日本市場とメモリの罠：90 年代の日本の足踏み」で明らかにした通りである。1980 年代に稼ぎ頭だった半導体事業の業績悪化は、当然、各社の全社利益に大きなダメージを与えた。

利益下降局面は 1991 年 3 月期から始まったが、その同じ期に設備投資額はほぼ前年並みの水準のままである。92 年 3 月期以降利益の下げ足が速まり、設備投資も遅ればせながら減少に転じるが、ここでもやはり設備減には「ためらい」があるように見受けられる。

1990 年代前半に限らず、80 年代後半以降の「後半期」にいかに関設備投資の増減を自社の利益の増減に「連動」させるのを「ためらう」ようになったかは、（先の表 2 のほかに）図 5 をみても一目瞭然である。これは「当年設備投資の前年営業利益弾力性」の推移を示している<sup>3</sup>。このうち後半期をクローズアップしたのが図 6 である。赤い棒は前年が増益だった年、青い棒は前年が減益だった年を表している。これをみると、1992 年 3 月期の弾力性は 0.2 を下回るほどの低い値である。

結局、1990 年代前半の減益局面においては、半導体事業がその典型例を示しているように、じつは現在よりもむしろ過去（つまり現在より好調だった）の自社の利益水準をみつ、かつその利益が減少しても、設備投資額はそれに見合うほどには減少させない、という投資行動（つまり後知恵ためらい投資）があったと考えられる。それにそもそも本業の儲けである営業利益を設備投資額が常に上回るという「背伸び投資」が続いていた。この 2 つが相俟った結果としての過剰設備そしてそれがもたらす相対的に大きな償却負担等によって、収益性が急ぎ足で低下したのではないか。この局面で設備投資→営業利益というルートが顕在化したのである。

1990 年代半ばに業績は一時持ち直す。しかし 1990 年代後半になると、またも営業利

---

<sup>3</sup> 前節で指摘したように、前半期の設備投資は当年営業利益により感応的なので、前半期と後半期の差はさらに大きいと言うこともできよう。

益は急速に落ちて、1999 年 3 月期には（その時点までにあつては）過去最低を記録する。この 1990 年代後半の設備投資も、前半のそれと同じように、「後知恵ためらい」の傾向があることは、図 4 からわかる。ただし、弾力性に注意すると、1990 年代後半の設備投資はそれ以前とは異なる特徴を示すようになっている。

図 6 をみると 1996 年を画期としてその前後で棒グラフの様相が異なるように見える。棒の背丈が全体的に低くなったのもその一つだが、ここで注目したいのはもう一つの特徴である。それは 1995 年以前は棒が赤い（前年増益）ときは高く、青い（前年減益）ときは低いのに、1996 年以降は逆になっているということである。これは次のようなことを意味している。本稿で言う「後半期」に属する 1990 年代は、「前半期」に比べて「ためらい」投資であることは間違いないのだけれども、しかしその中で 1990 年代の前半は「上へのためらい」が相対的には小さかった（前年増益時の弾力性が大）のに、90 年代後半になると大きくなった。それだけならまだしも、90 年代後半には「下へのためらい」までもが大きくなって（前年減益時の弾力性が大）しまったのである。つまり増益時には設備投資をほとんど増やさず、減益になると大きく減らす、というのが 1990 年代後半の投資パターンなのである。単に「後知恵ためらい投資」というより「後知恵臆病投資」と言った方がいいかもしれない。

しかもこの場合の「減益」「増益」というのは前年のものである。設備投資はある程度先をみてこそ効果的になることを考え合わせれば、1990 年代後半の投資パターンは、巨艦が逃げ腰で舵を切っているときの船体の動きを彷彿させる。

この時期、タイミング遅れの過小投資が起きたのであろう。前年の過去最低営業利益を受けて、2000 年 3 月期は設備投資が底を打った。米国では IT 投資が盛り上がっていたこの時期にである。続く 2001 年 3 月期と 2002 年 3 月期は比較的大きめの設備投資をしている。IT 景気ゆえということはもちろんあるが、この両年はともにしっかり前年増益である。もし前年減益だったら設備投資がこれだけの水準になっただろうか。IT バブルが崩壊したのはまさにその 2002 年 3 月期中であった。電機業界が空前の大赤字に見舞われたことはいまさら言うまでもない。

1980 年代半ば以降の「背伸び投資」と「後知恵ためらい投資」は、このようにして電機産業の基礎体力を衰えさせていったのである。

#### 第 4 節 おわりに：「後知恵ためらい」をもたらした為替変動の激しさ？

電機メーカーの基礎体力の衰えをもたらした、設備投資と営業利益の間の「負の循環」の背後にある要因を最後に考えたい。この負の循環のドライビング・フォースは「後知

恵ためらい投資」という投資パターンだったと思われる。ではなぜ「後知恵ためらい」が生まれたのか。いくつかの原因が考えられるが、ここでは「為替レートの変動」という要素に着目したい。

前節でも述べたように、基礎体力衰退メカニズムの出発点は、前半期最後の時点（1985年3月期）での設備投資水準の（過度の）高さとそれにつづく後半期最初の時点（1986年3月期）における円高ショックによる営業利益の（過度の）落ち込みであったと考えられる。とくにプラザ合意に基づく円高は、日本の電機産業に未曾有の「2期連続営業減益」というショックをもたらした。1980年代のバブル期においてさえ、実質営業利益はせいぜい1980年代前半の水準であったことを考えると、電機メーカーの多くは85年円高ショックによる利益の落ち込みが今日に至るまで尾を引いていると言えなくもない。「後知恵ためらい」が顕著に見られるようになったのは、まさにこの円高不況のさなかにおいてなのであった。

この時期以降、為替相場は以前にも増して変動しやすくなった。表3のデータは、1970年以降毎年（ここでも各年の3月までの1年間をとっている）の①期中平均為替レートと、②電機メーカー各社及び9社計の売上高営業利益率とについて、5年（例：1970-74年）を1期間として、その期間内の5つの年の為替レートと営業利益率それぞれのばらつき具合を変異係数として算出したものである。後半期になると変異係数は為替レート、営業利益率ともに高くなっている。

後半期になって為替レートの変動が大きくなったというのは、このようないわば平均的なトレンドにおいてだけではない。図7には2つのデータが示されている。赤い線は毎年の期中平均為替レートである。一方、青い線は各年においてその年の3月までの1年間の毎月初の為替レートのばらつき具合を変異係数として示したものである。前出表3の為替レート変異係数が5年間の中での年次の変動であるのに対して、こちらの変異係数は1年間の中での月次の変動を表しているわけである。この係数が高い年は、その1年間の（ある時期あるいは1年中）為替が大きく動いたことを意味している。

プラザ合意のあった1986年3月期の1年間に為替レートがいかに激しく変化したかがよくわかる。ニクソンショックがあった1972年3月期でさえ、この係数は6.5%であったのに、86年3月期は12.0%に達している。期中に為替レートの大揺れがあったのはじつはこのときだけではない。変異係数のグラフは、1991年3月期、1996年3月期、1999年3月期にも突出している。このような突出は、頻度においても、程度においても、1980年代前半までには決してなかった。この3つの期とも、その変異係数はやはりニクソンショック時を上回っている。

このうちとくに96年3月期と99年3月期の為替の大揺れは示唆的である。というの

は、前出の図 6 をみると、96 年 3 月期は「後知恵~~臆病~~」マインド（第 3 節（2））への転換点だし、そのマインドが最高潮に達して、設備投資の前年減益時弾力性が 1980 年代後半以降最大になったのが 99 年 3 月期なのである。為替相場の大揺れのさなかに、経営者がこのマインドを強めたとは言えないだろうか。

電機メーカーの輸出依存度（輸出売上高/全売上高）は、9 社ベースで、1985 年 3 月期にピークの 38.7%をつけたあと下降に転じたものの、88 年 3 月期には下げ止まり、以後約 30%で横這いである（図 8）。企業にとって輸出の重要性はいまなお大きい。そうした中で、為替の変動、しかもその激変が業績に与える影響を経営者は当然意識せざるを得まい。

今回行った諸分析では、為替レートと電機メーカーの業績との関係について、ここでの議論にフィットするような説得的な結果は残念ながら得られなかった。今後、この関係を再度検討して、分析を深めていくこととしたい。

図1) 売上高と営業利益 (実質ベース)

—電機9社計—

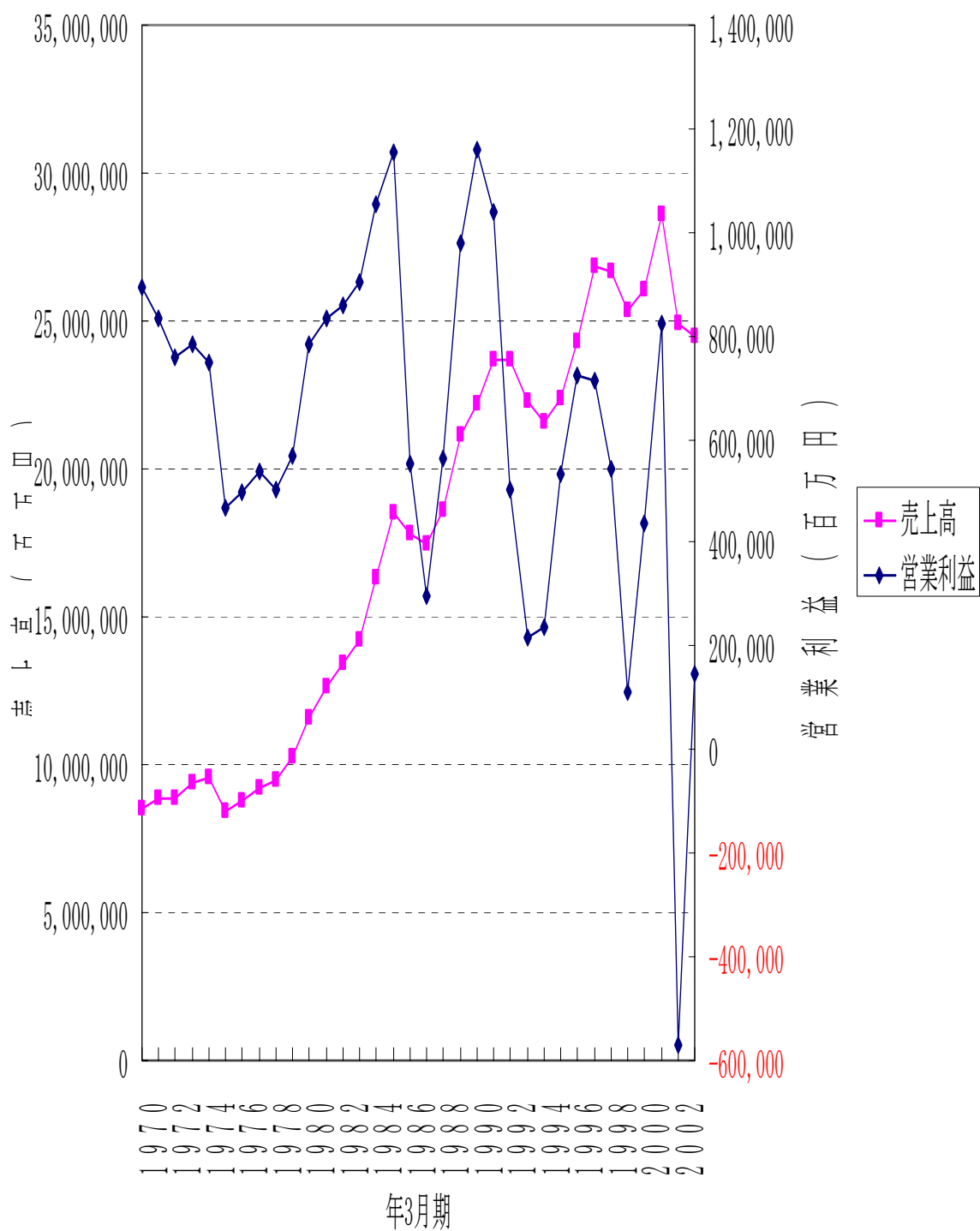


図2-①) 日立製作所 (1970年=100)

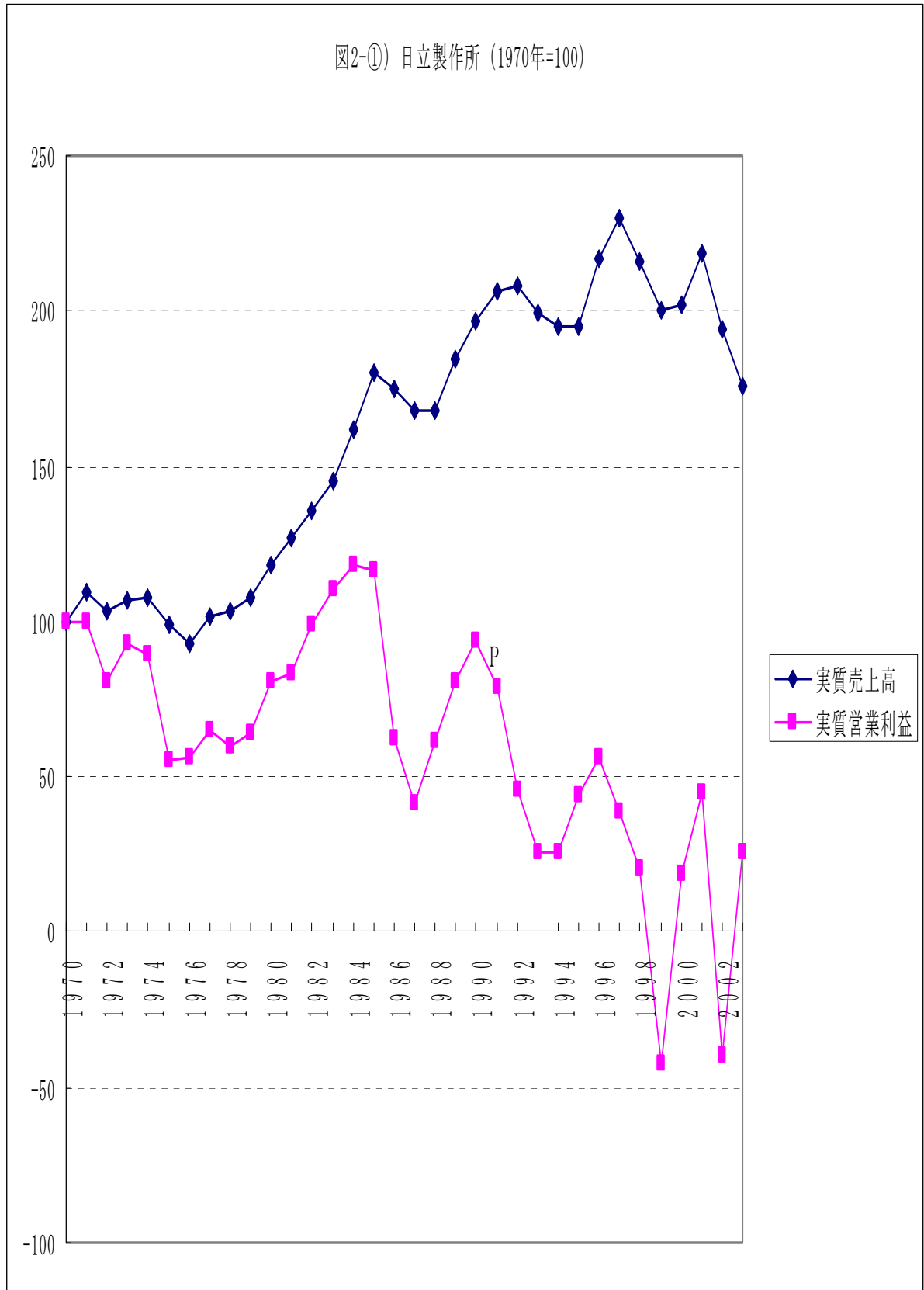




図2-②) 東芝 (1970年=100)

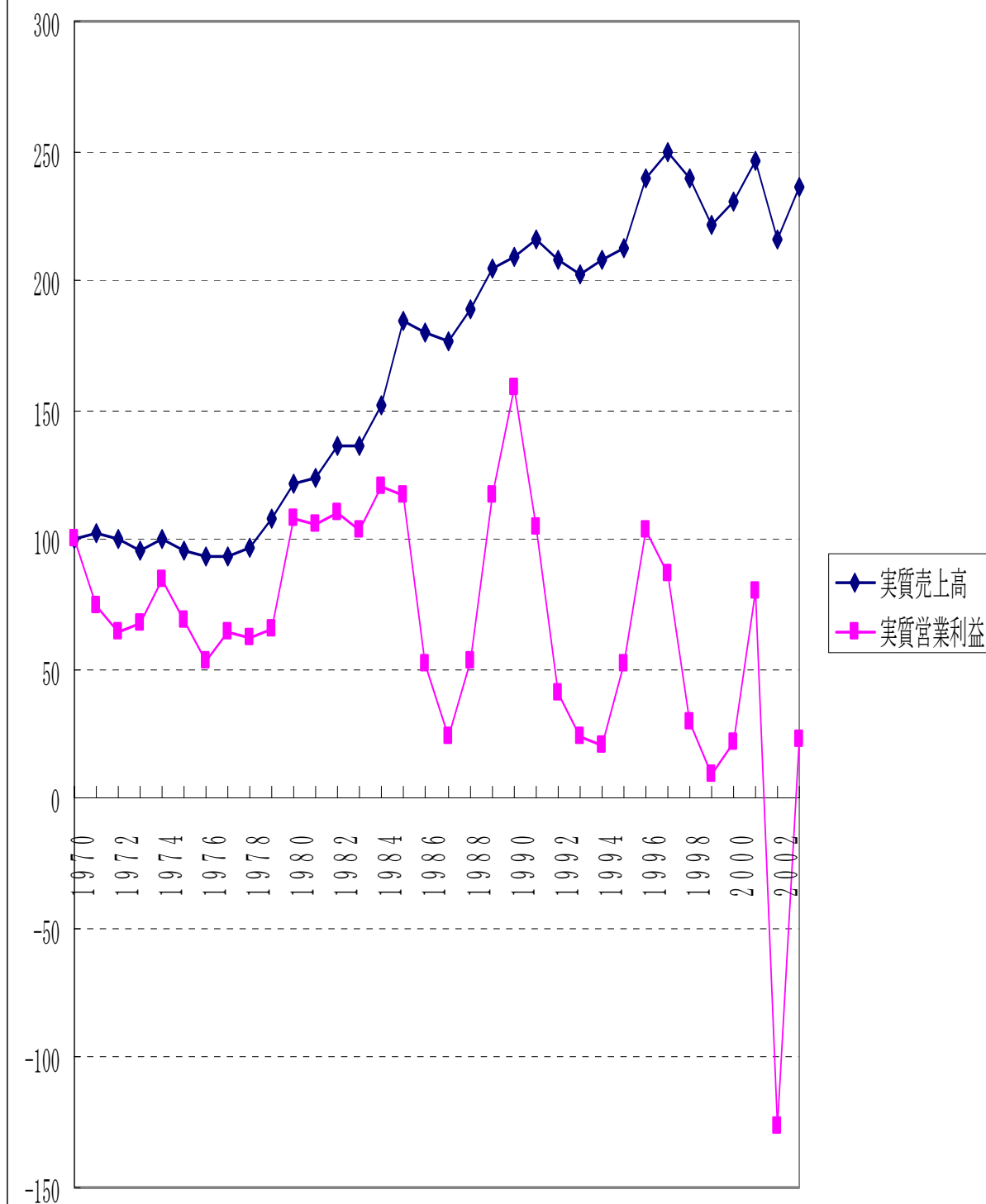


図2-③) 三菱電機 (1970年=100)

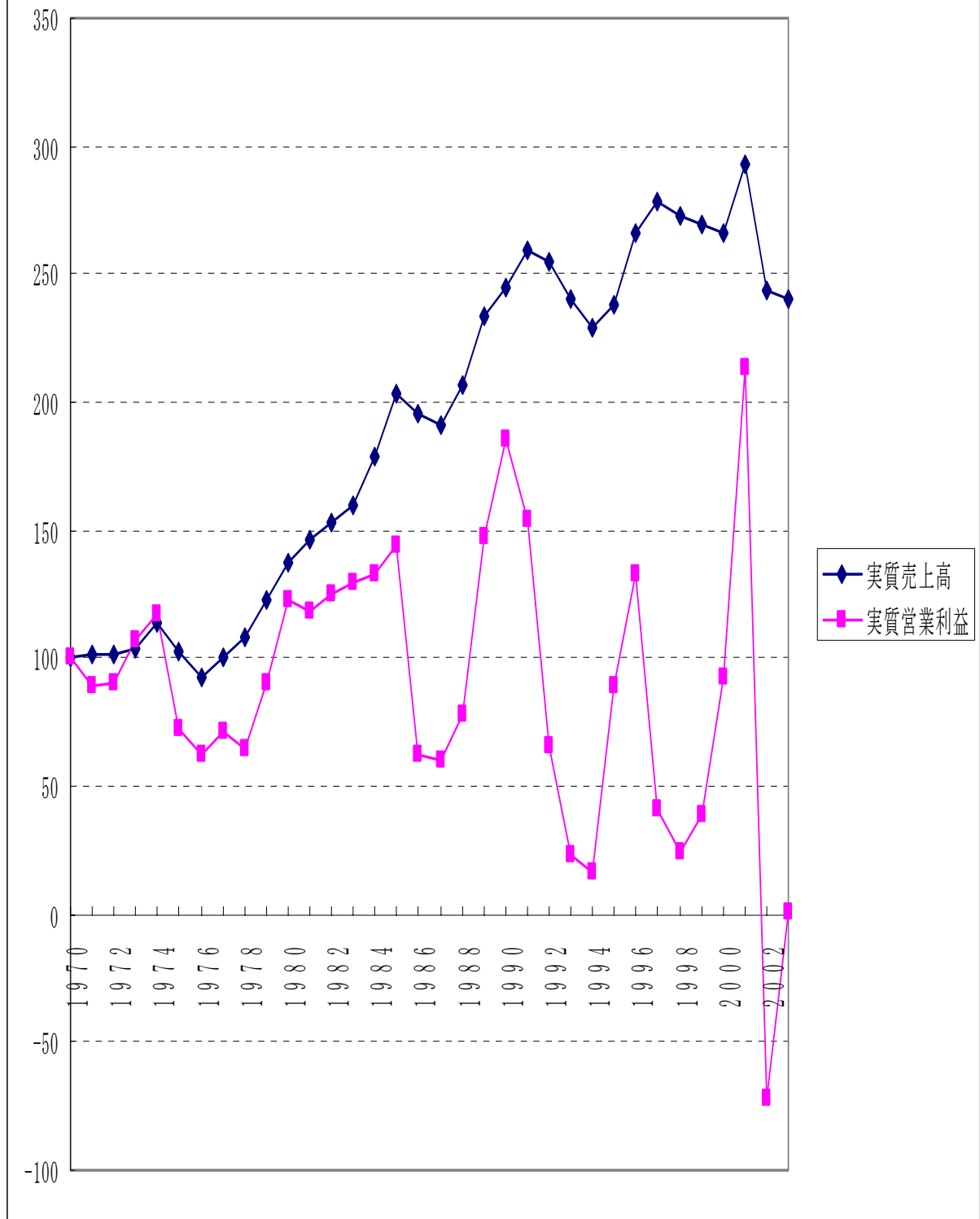


図2-④) 富士通 (1970年=100)

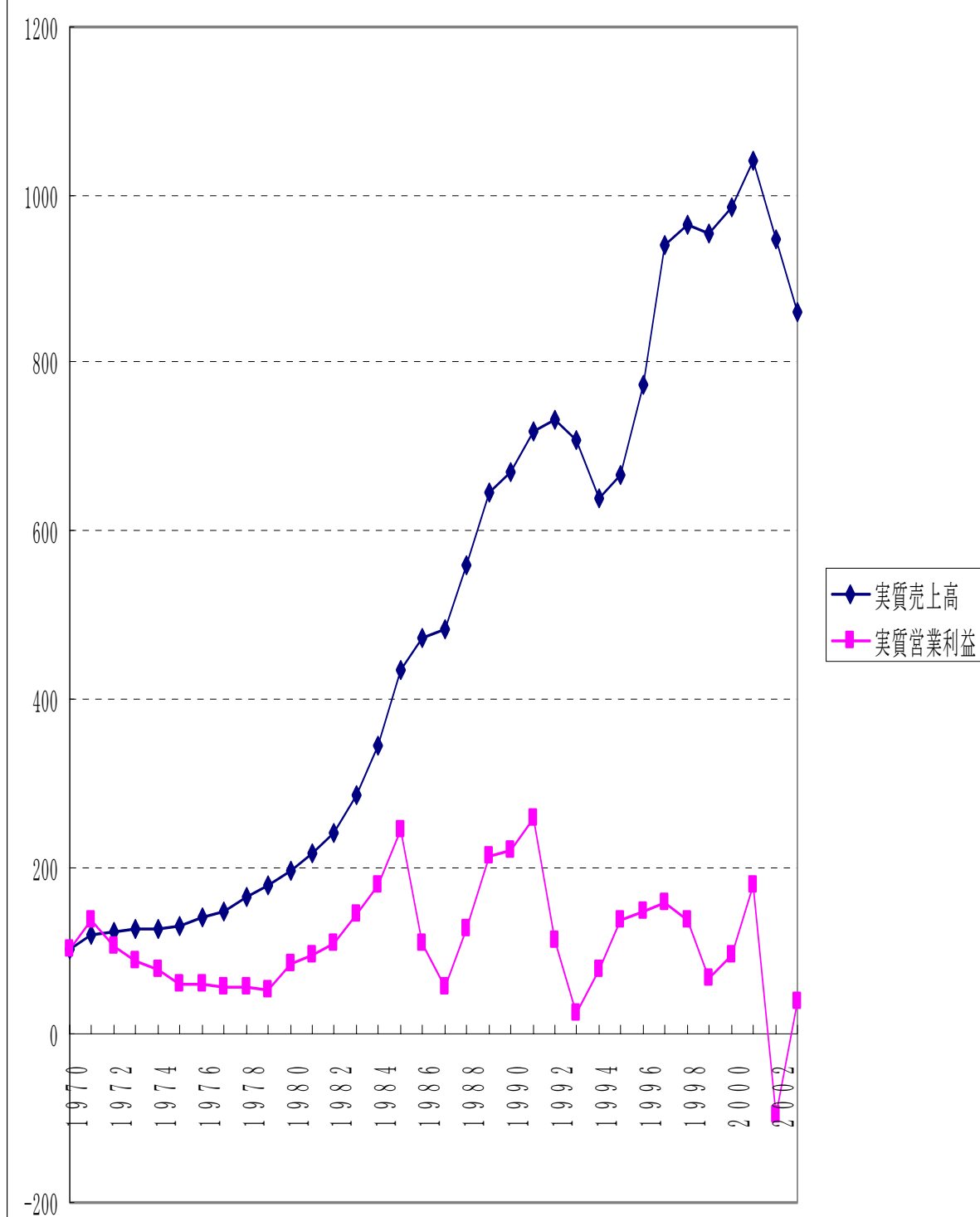


図2-⑤) 日本電気 (1970年=100)

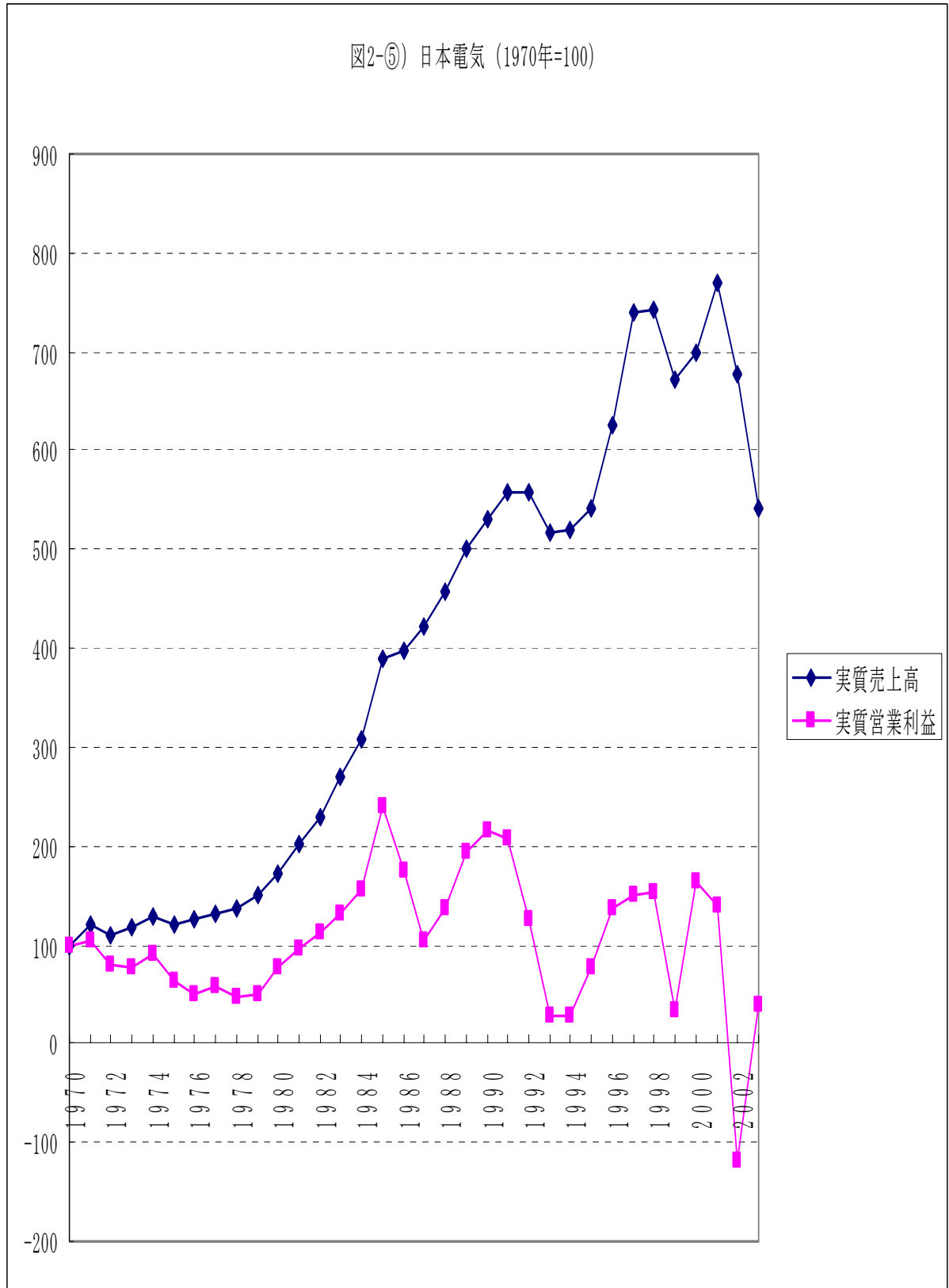


図2-⑥) ソニー (1970年=100)

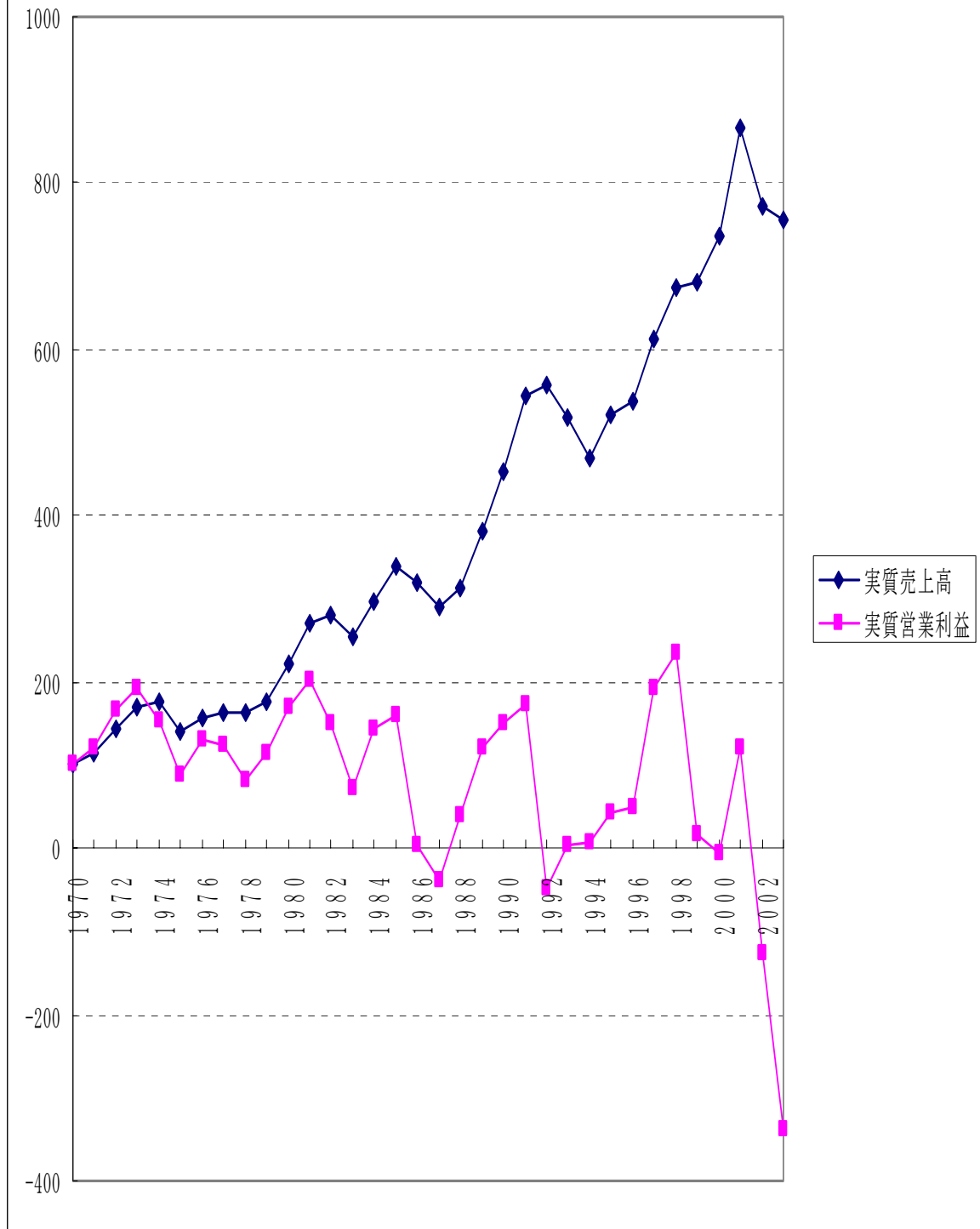


図2-⑦) 松下電器 (1970年=100)

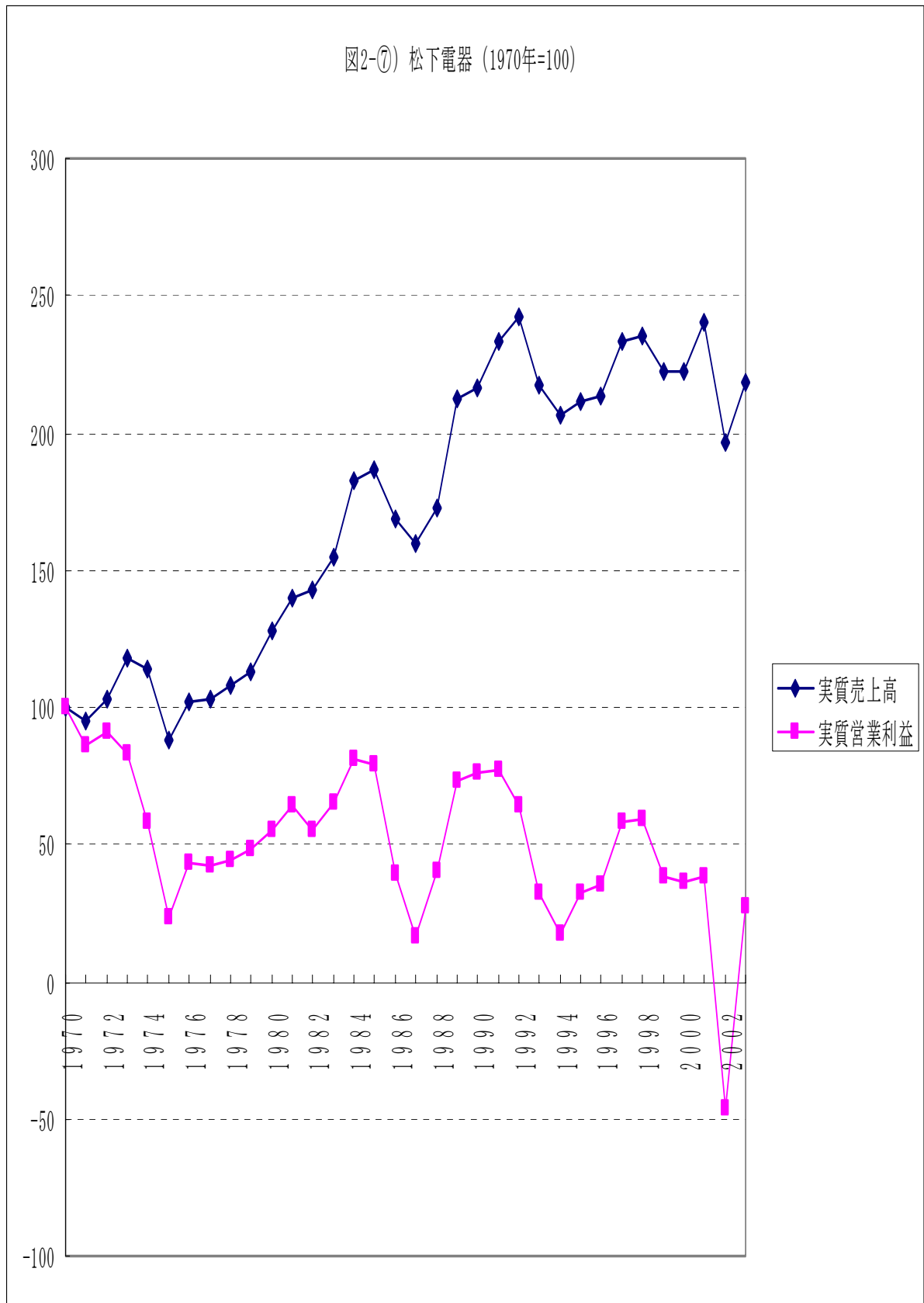


図2-⑧) シャープ (1970年=100)

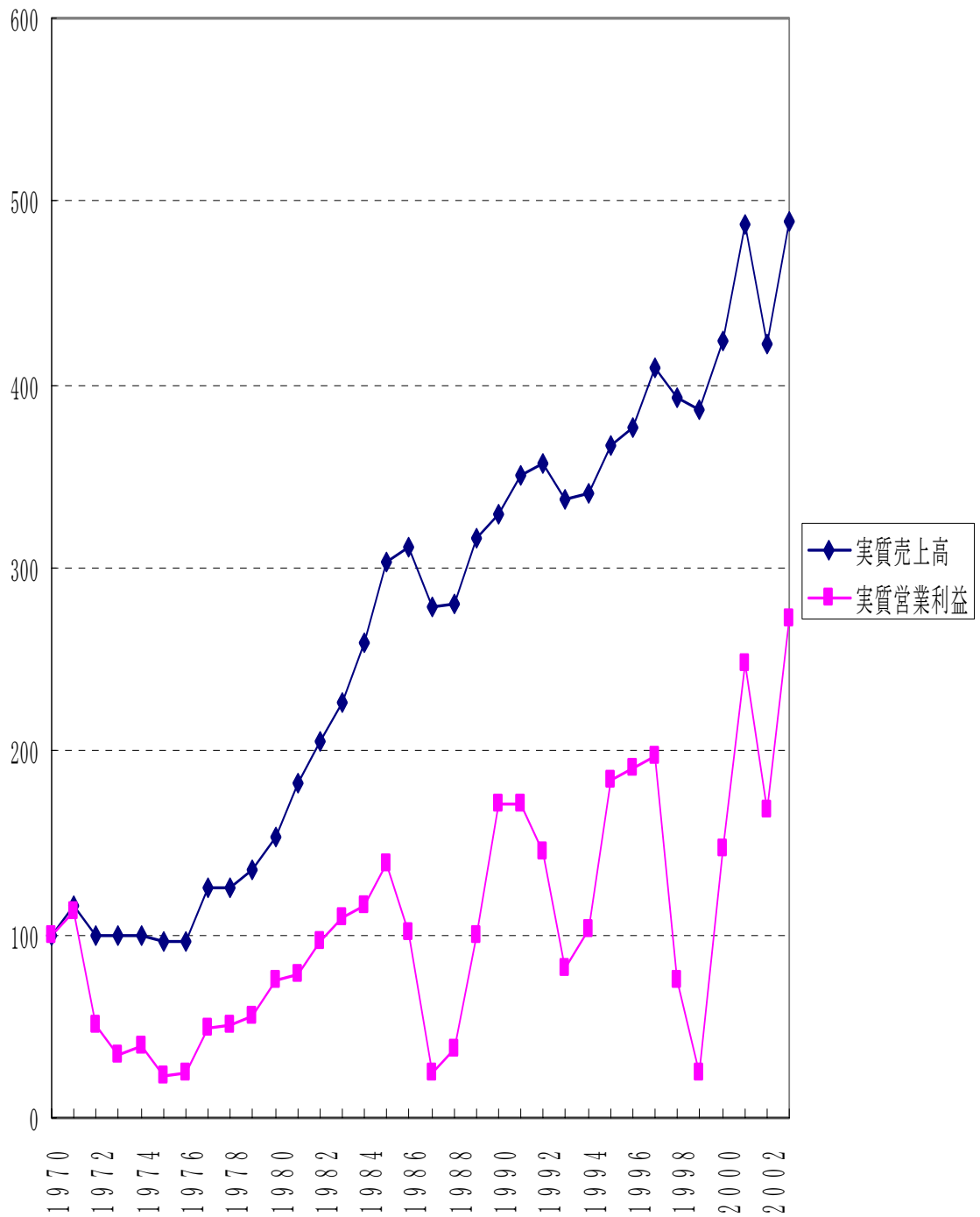


図2-⑨) 三洋電機 (1970年=100)

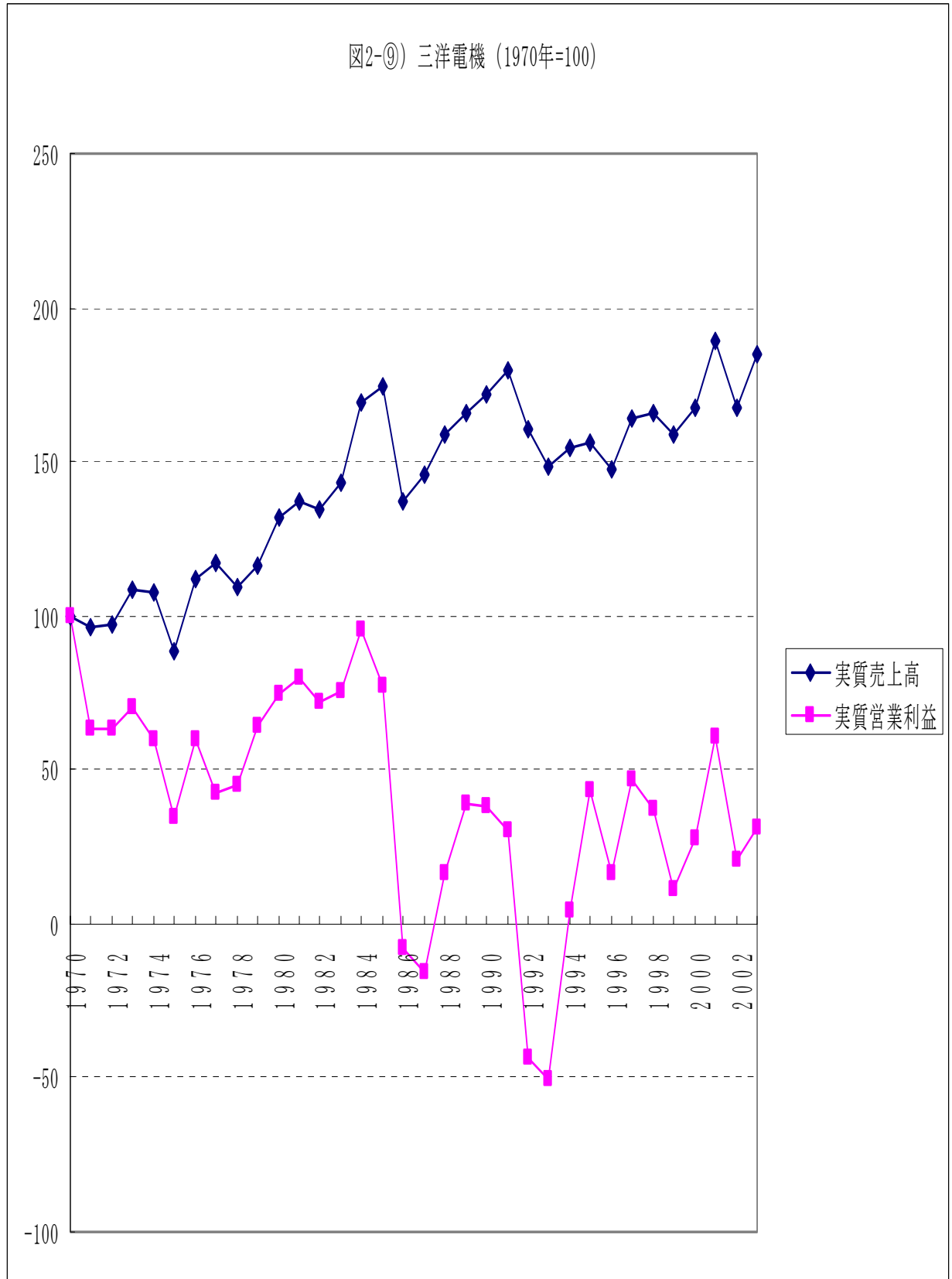




図3) 営業利益率（電機・自動車）

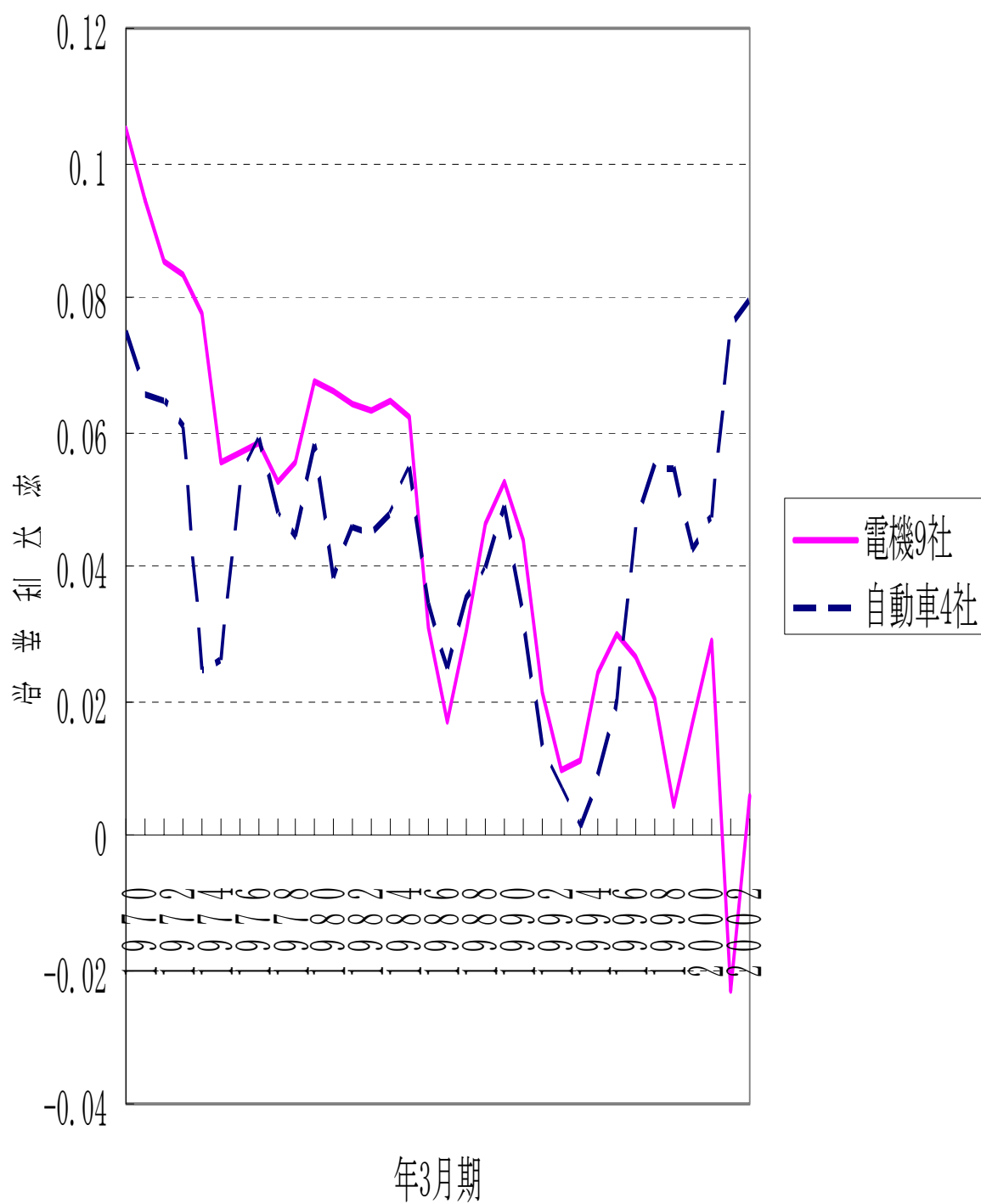


図4) 設備投資と企業業績  
—電機9社—

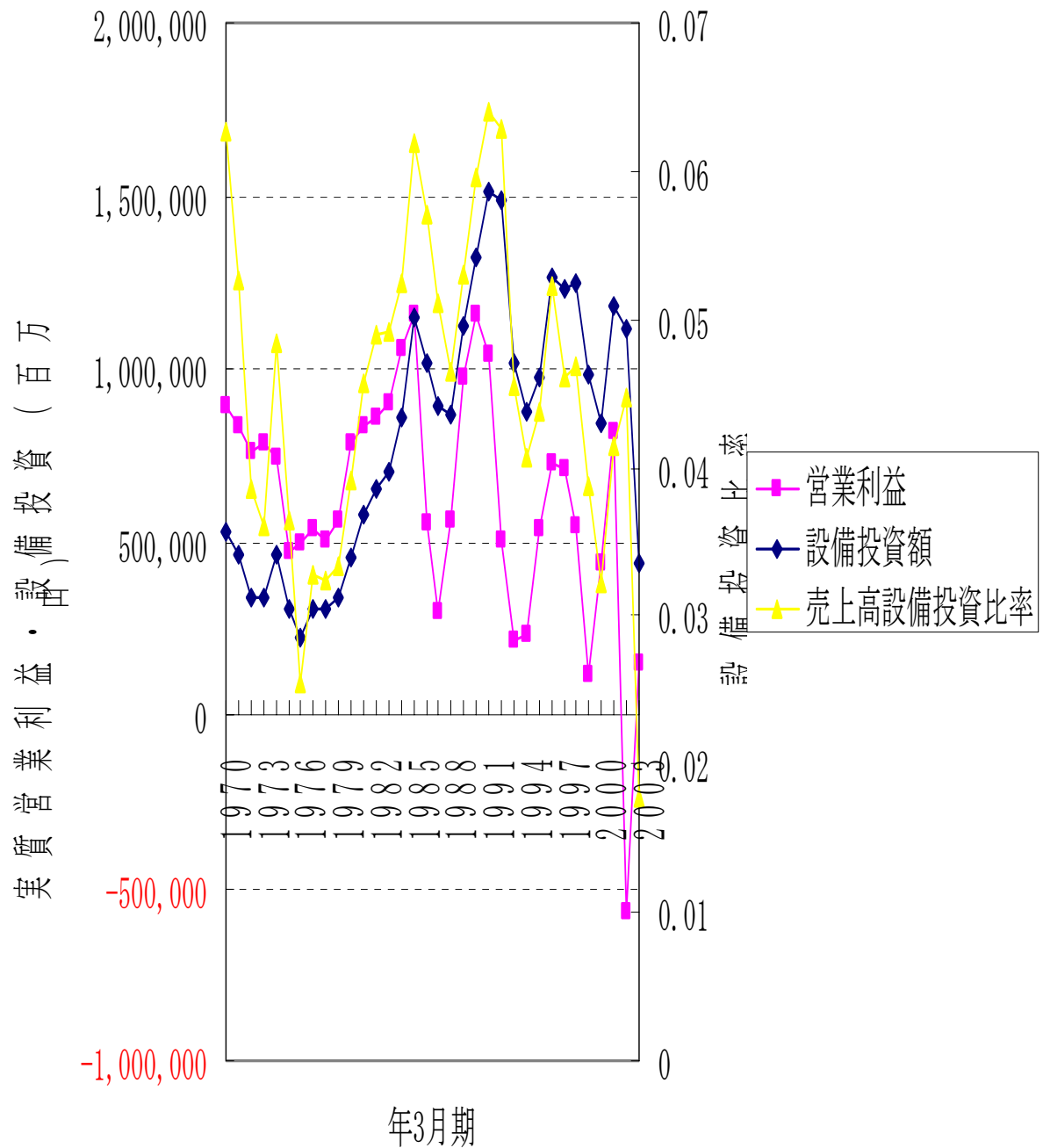


図5) 設備投資の前年営業利益弾力性  
—電機9社：1972-2003年—

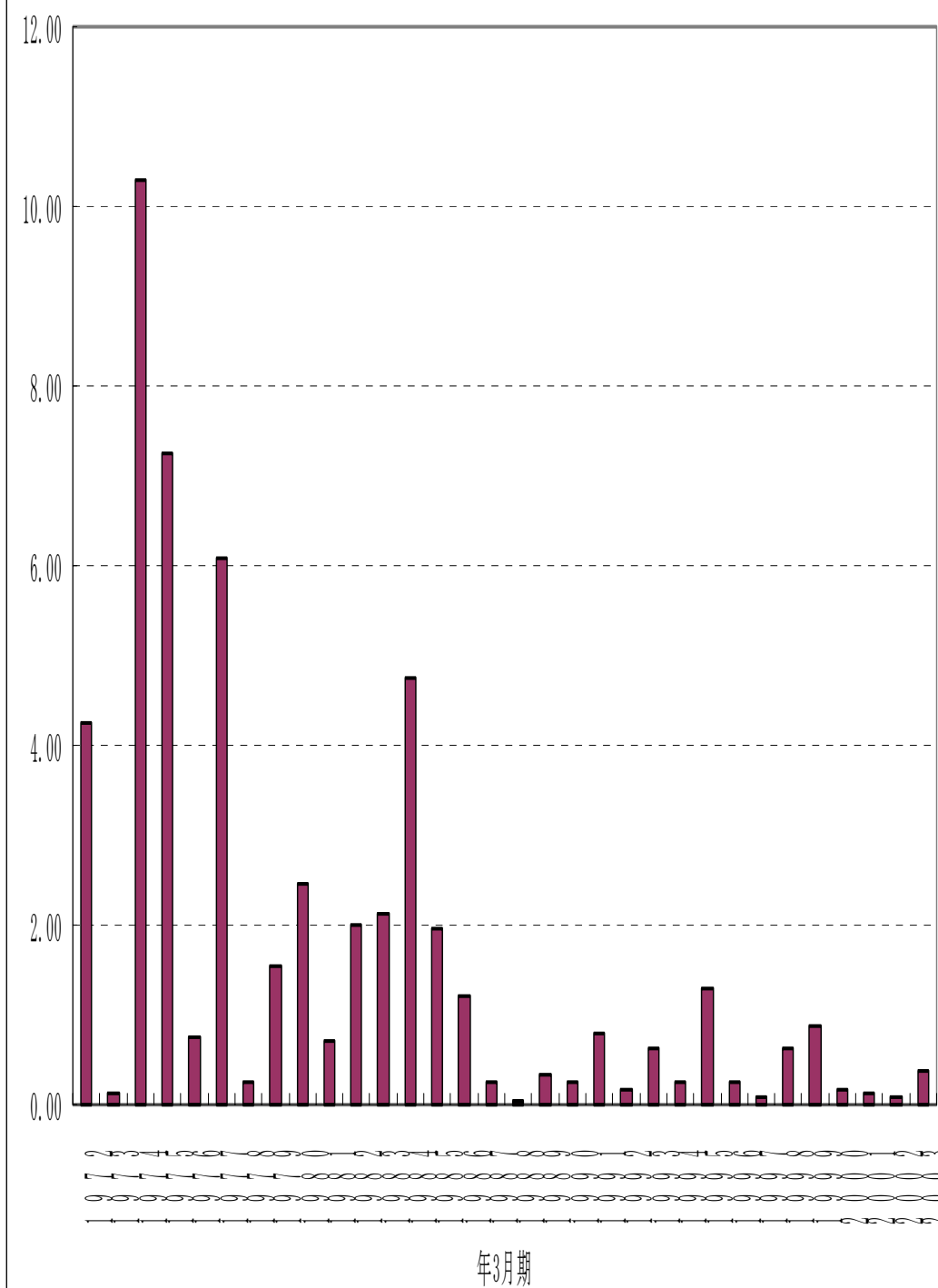
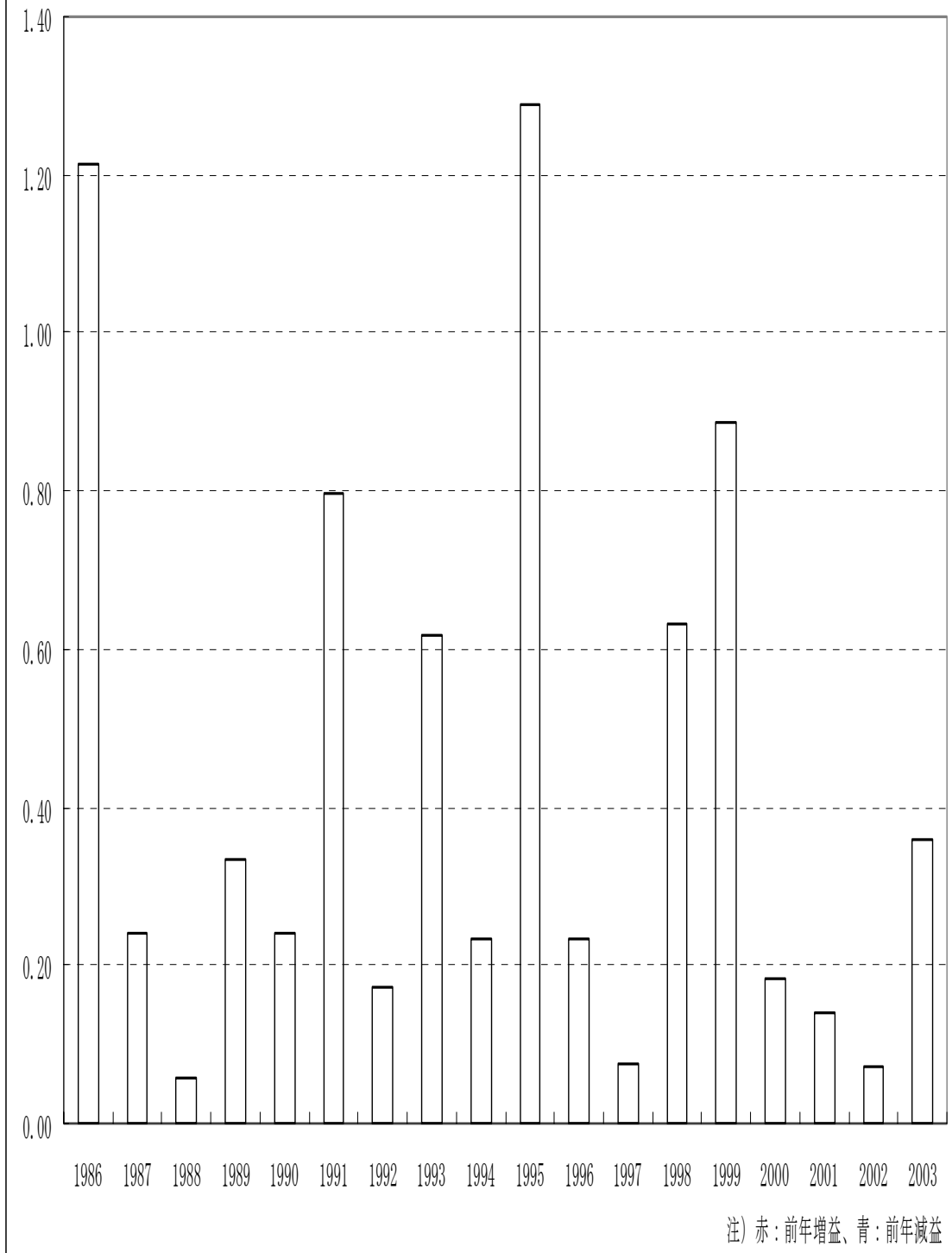


図6) 設備投資の前年営業利益弾力性  
—電機9社：1986-2003年—



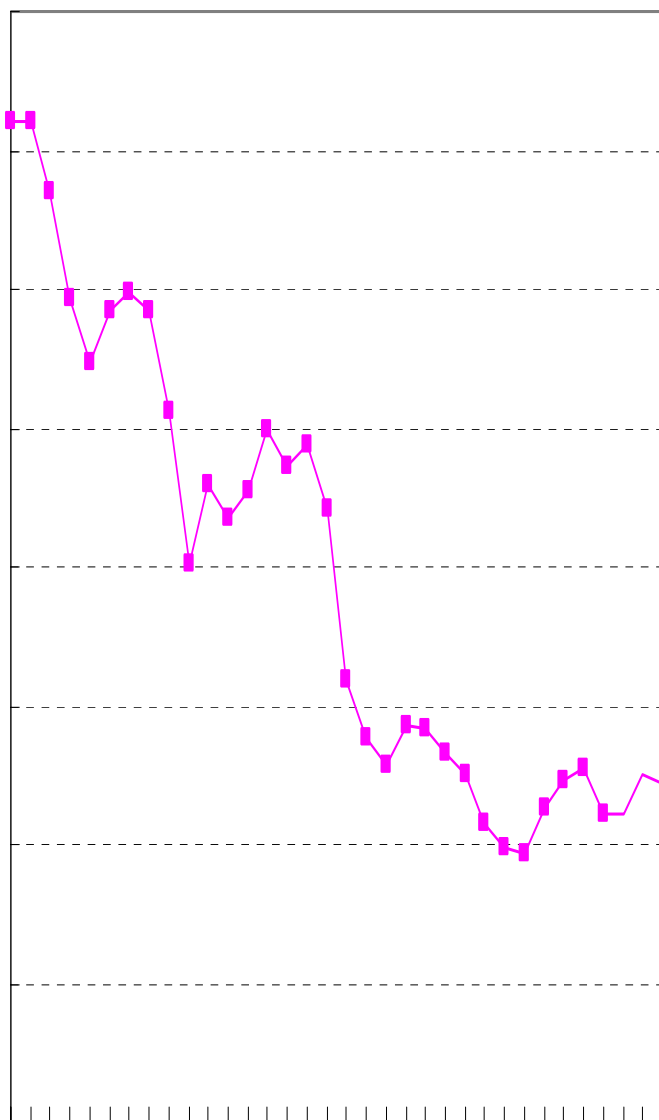


図8) 輸出依存度  
—電機9社—

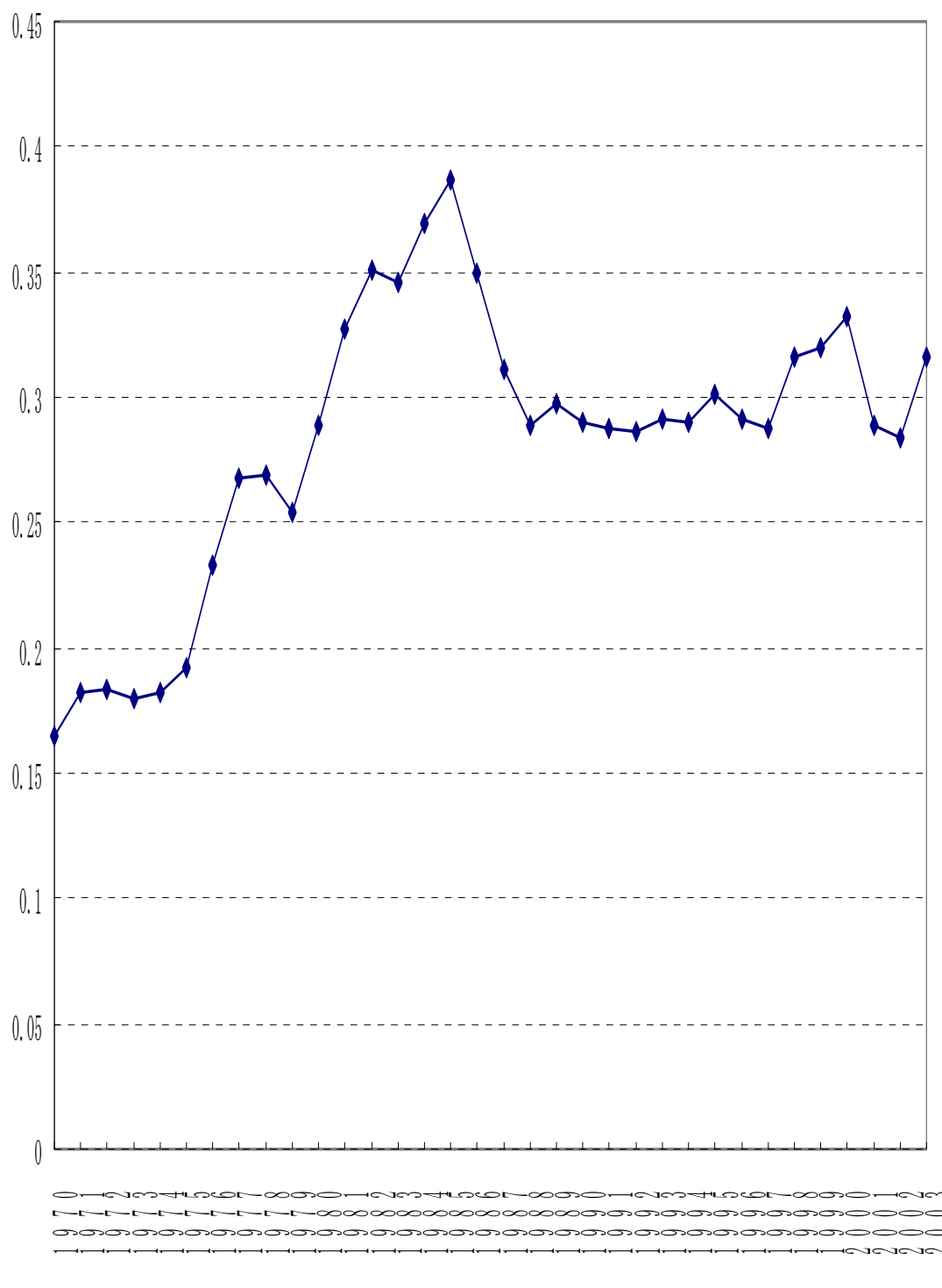


表1) 当年設備投資額との相関係数：電機9社

	前年売上高	当年売上高	前年営業利益	当年営業利益
1971-2001年	0.87 ***	0.90 ***	0.22	0.16
前半期 (1971-85)	0.96 ***	0.96 ***	0.77 ***	0.91 ***
後半期 (1986-01)	0.24	0.38	0.74 ***	0.63 ***

注：\*\*\*1%レベルで有意。

表2) 電機9社ベースの営業利益と設備投資の関係についての回帰分析結果  
(被説明変数：当年設備投資)

	A			B		
	説明変数：前年営業利益			説明変数：当年営業利益		
	回帰係数	t 値	調整済 R <sup>2</sup> 乗	回帰係数	t 値	調整済 R <sup>2</sup> 乗
1971-85	1.09	4.40 ***	0.57	1.11	7.74 ***	0.81
1986-01	0.49	4.16 ***	0.52	0.45	3.05 ***	0.36

注：\*\*\*1%レベルで有意。

表3) 年次データの変異係数

		1970-74	1975-79	1980-84	1985-89	1990-94	1995-1999	(参考) 2000-03
為替レートの変異係数 (年次)		4.5%	4.4%	4.2%	5.8%	4.1%	6.8%	3.9%
営業利益率	9社全体	12.1%	3.8%	2.6%	45.8%	70.0%	47.3%	275.3%
の変異係数 (年次)	日立	9.7%	5.2%	5.7%	36.2%	58.0%	170.6%	288.0%
	東芝	17.9%	10.0%	6.1%	54.4%	85.1%	66.4%	-18007.4%
	三菱電機	7.7%	7.8%	6.8%	39.0%	85.0%	72.1%	196.4%
	富士通	25.7%	18.5%	7.9%	58.4%	68.6%	34.8%	207.9%
	日本電気	18.1%	19.5%	5.0%	36.4%	74.2%	42.4%	218.2%
	ソニー	10.8%	19.1%	36.0%	140.4%	172.4%	83.5%	-222.9%
	松下電器	24.3%	17.3%	6.3%	45.0%	48.9%	24.0%	308.9%
	シャープ	48.8%	23.9%	5.4%	56.2%	30.4%	59.6%	21.3%
	三洋電機	24.4%	19.4%	4.1%	161.3%	-967.8%	50.3%	43.3%